



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° 03/2015

(Processo Eletrônico SEI n° 19957.001813/2020-06)

Reg. Col. 0716/17

Acusados: Luiz Gustavo Mori
Bruno Guisard Camargo da Silva
Rafael Spinardi Marques
Catarsis Investimentos e Participações Ltda.

Assunto: Responsabilidades pelo uso de prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, em infração ao disposto no Item I da Instrução CVM n° 8/1979, conforme definida no Item II, “d”.

Diretora Relatora: Flávia Perlingeiro

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”) e pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE” e, em conjunto com a SPS, “Acusação”), em face de Luiz Gustavo Mori (“Luiz Mori”), Bruno Guisard Camargo da Silva (“Bruno Guisard”), Rafael Spinardi Marques (“Rafael Spinardi”) e Catarsis Investimentos Participações Ltda. (“Catarsis” e, em conjunto com Luiz Mori, Bruno Guisard e Rafael Spinardi, “Acusados”), para apurar responsabilidades por alegado uso de prática não equitativa, consoante definido no Item II, “d”, e vedado pelo Item I da Instrução CVM (“ICVM”) n° 8, de 08.10.1979.

2. A apuração teve início com a análise pela então denominada BM&FBovespa Supervisão de Mercado (“BSM”) acerca de operações realizadas por M.H. (avó do acusado Luiz Mori) na bolsa de valores, no período compreendido entre 05.06.2012 e 08.02.2013, que concluiu pela caracterização de *front running*, e ensejou envio de comunicação (“Ofício BSM”)¹ à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”).

¹ OF/BSM/DAR/GAM-1579, de 12.09.2013 (Doc. SEI 0955169, fls. 06-09).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

3. O Ofício BSM informou terem sido detectadas atipicidades em 340 operações de *day trade* de M.H., intermediadas pela XP Investimentos S.A. (“XP”) e pela Itaú C.V. S.A. (“Itaú Corretora”), que teriam proporcionado um lucro de R\$ 404.027,00 (quatrocentos e quatro mil e vinte e sete reais), sendo que, nas operações que representaram 41% do volume das vendas lucrativas, as contrapartes seriam clientes da Credit Suisse Brasil S.A. CTVM (“Credit Suisse”), corretora na qual seu neto, Luiz Mori, havia atuado como operador, e, à época das referidas operações, ele trabalhava em outra empresa do mesmo grupo empresarial, a Credit Suisse Securities (USA) LLC (“Credit Suisse USA”).

4. Ademais, a BSM destacou algumas peculiaridades referentes à M.H.: (i) seu cadastro nas corretoras ocorreu pouco antes do início das operações de *day trade*; (ii) ela tinha 92 anos à época; (iii) o endereço que consta do cadastro da investidora perante a bolsa de valores brasileira é o mesmo do cadastro de Luiz Mori perante a Credit Suisse; (iv) não havia autorização para transmissão de ordens por procurador ou representante; e (v) as operações foram realizadas somente por meio de *Home Broker*.

5. Ainda de acordo com o Ofício BSM, as corretoras responsáveis pela intermediação das operações supostamente irregulares foram instadas a se manifestar. A Itaú Corretora informou, dentre outros dados, que o cadastro da investidora já se encontrava bloqueado desde outubro de 2012, por falta de preenchimento do perfil de investimento. A XP aduziu não ter identificado atipicidades nas negociações de M.H., que estariam dentro dos limites operacionais e seriam compatíveis com seu perfil de investimento “moderado-agressivo”, bem como que as operações ocorreram sem a interferência de funcionários da corretora e que o responsável por tais operações seria o neto da investidora, Luiz Mori.

6. A SMI concluiu² pela existência de indícios de irregularidade, mas entendeu que seria necessário aprofundar as investigações com o intuito de obter elementos conclusivos de autoria e materialidade, razão pela qual solicitou instauração de inquérito administrativo à Superintendência Geral (“SGE”), o que foi feito por meio da Portaria CVM/SGE/nº 162, de 29.06.2015³.

7. Em 27.09.2016, SPS e PFE produziram Relatório de Inquérito⁴, no qual descreveram as diligências realizadas e informações levantadas durante as investigações, concluindo pela responsabilização dos Acusados pelo uso de prática não equitativa.

² Doc. SEI 0955169, fls. 03-05.

³ Doc. SEI 0955169, fls. 01.

⁴ Doc. SEI 0955215, fls. 694-780.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

II. ACUSAÇÃO

Tese Acusatória

8. Finda a etapa de diligências investigativas, SPS e PFE corroboraram a avaliação inicial da BSM pela existência de *front running*, mas aduziram que a prática não equitativa seria mais abrangente do que o originalmente detectado.

9. Segundo consta do Relatório de Inquérito, Luiz Mori teria executado um esquema de *front running* entre junho de 2012 e abril de 2014, tendo sua forma de execução e os participantes mudado ao longo do tempo. No quadro abaixo, constante do parágrafo 289 da peça acusatória, foram resumidas as informações sobre o volume das operações que a Acusação reputou realizadas por Luiz Mori por meio de três diferentes comitentes, que se sucederam ao longo do período.

Comitente	Período	Sucesso (%)	Concentração de Vendas - Credit Suisse (%)	Lucro (R\$)	Qty <i>day trades</i> .	Lucro Médio (R\$)	Volume de Vendas (R\$)
[M.H.]	06/12 a 03/13	71,99	39,05	450.741,00	432	1.043,38	113.602.136,00
Rafael Spinardi	05/13 a 10/13	74,68	36,11	525.497,00	395	1.330,37	139.271.335,00
Catarsis	10/13 a 04/14	83,08	43,00	868.246,00	532	1.632,04	205.634.952,02
TOTAL	06/12 a 04/14			1.844.484,00	1359	1.335,26*	458.508.423,02

10. Especificamente nas operações realizadas por meio das contas de M.H., a Acusação identificou que, para além da grande concentração de clientes da Credit Suisse nas contrapartes das negociações, clientes da corretora Deutsche Bank CV S.A. (“Deutsche”) se destacavam representando 11,4% do volume das transações, indicando que Luiz Mori também poderia ter tido acesso a ordens de grandes clientes daquela corretora.

11. Após investigar os principais operadores da Deutsche responsáveis pela execução das ordens, SPS e PFE concluíram que era Bruno Guisard quem alertava Luiz Mori sobre as ordens dos maiores clientes da referida corretora, em que trabalhava, antes que elas ocorressem, para que esse se antecipasse apregoando ordens por meio das contas da avó nas corretoras Itaú e XP.

12. Esse esquema teria sido interrompido em março de 2013 e retomado em maio de 2013, por meio da conta de Rafael Spinardi, a partir daí antecipando os movimentos somente de clientes da Credit Suisse. Em outubro, as operações teriam passado a ser feitas pela conta da Catarsis, de propriedade de Rafael Spinardi, até o encerramento da prática em abril de 2014.

13. Nesse sentido, a tese da Acusação foi que Luiz Mori, no período compreendido entre junho de 2012 e abril de 2014, comandou um esquema de *front running*, que se valia de informações sobre vultosas ordens de compra prestes a serem realizadas por clientes da Credit



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Suisse, às quais tinha acesso direto, e por clientes da Deutsche, quanto às quais era alertado por Bruno Guisard. Uma vez de posse da informação, Luiz Mori, por meio de contas abertas em nome de terceiros, adquiria as ações no mercado antes do movimento do grande *player*. Quando a pressão compradora ocasionava uma alta no preço, Luiz Mori alienava a ação completando a operação de *day trade* com lucro. Posteriormente, a maior parte dos recursos cuja destinação pôde ser identificada era transferida para contas de Luiz Mori ou utilizados quitar despesas suas, com montantes menores sendo repassados para familiares seus e para colaboradores no esquema.

14. Para consubstanciar as imputações, a Acusação apresentou o que entendeu ser “um conjunto idôneo e convergente de provas diretas e indiretas”⁵, consoante a seguir descritas.

Operações de M.H.

15. Segundo informado pela Acusação, M.H. realizou no mercado à vista de ações operações de *day trade*⁶ com compras e vendas de ativos nos volumes totais de R\$ 105.070.110,00 e R\$ 105.520.851,00, respectivamente, resultando em lucro de R\$ 450.741,00.

16. Para demonstrar seu entendimento de que as operações analisadas consubstanciavam *front running*, SPS e PFE destacaram, em primeiro lugar, o elevado índice de acertos da investidora M.H., que teve lucro em: (i) 311 das 432 operações, representando um índice de acerto de 71,99%⁷; (ii) 81,16% dos dias em que operou; e (iii) em 92 dos 118 ativos negociados (77,97%).

17. Outra atipicidade apontada pela Acusação foi a obtenção por M.H. de maior lucro médio em suas transações com ativos de menor liquidez do que os ativos que compunham, à época, o índice Bovespa⁸, o que, ao ver da Acusação, seria mais um indicativo de *front running*, pois as grandes ordens tenderiam a ter um impacto mais relevante nos ativos menos líquidos, ao passo que a estratégia de *day trade* geralmente é implementada com ativos líquidos, na medida em que é fundamental que o investidor consiga entrar e sair do mercado nos momentos adequados.

18. A concentração de clientes da Credit Suisse como contrapartes das operações, que já havia sido apontada pela BSM, também foi salientada no Relatório de Inquérito⁹, que destacou,

⁵ Item 344 do Relatório de Inquérito (Doc. SEI 0955215, fls. 771).

⁶ A Acusação esclareceu que considerou como *day trade* “a operação ou conjugação de operações iniciadas e encerradas em um mesmo dia, com o mesmo ativo, em que a quantidade negociada tenha sido liquidada, total ou parcialmente.” Item 43 do Relatório de Inquérito (Doc. SEI 0955215, fls. 704).

⁷ Segundo a Acusação, a probabilidade de isso ocorrer seria de apenas 1 em 87 quintilhões, de acordo com metodologia de cálculo adotada no apêndice 1 do Relatório de Inspeção.

⁸ R\$ 1.389,29 contra R\$ 739,58. Também foram comparados os lucros médios obtidos pela investidora com os 30 ativos mais e menos líquidos, determinados a partir do cálculo do indicativo de liquidez em bolsa, sendo que o lucro médio dos ativos líquidos R\$ 576,39 contra R\$ 1.802,02.

⁹ Adicionalmente aos 39,05% do volume total com clientes do Credit Suisse, a Acusação apontou outros 1,79% com clientes de outra corretora do grupo, a CS Hedging-Griffo CV S.A.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

conforme tabela abaixo, as corretoras cujos clientes atuaram comprando ativos da investidora:

Concentração por Corretora – Contrapartes M.H.

CORRETORA	VALOR	%
CREDIT SUISSE BRASIL S.A. CTVM	44.356.771,00	39,05%
DEUTSCHE BANK CV S.A.	12.949.148,00	11,40%
XP INVESTIMENTOS CCTVM S.A.	3.867.466,00	3,40%

19. Concentração relevante também foi identificada quando se examinou as contrapartes das mesmas operações em que M.H. alienou ações:

Principais contrapartes nas operações de M.H.

INVESTIDOR	VALOR	%
DEUTSCHE BANK AG LONDON ¹⁰	24.329.127,00	21,42%
CREDIT SUISSE (BRASIL) S/A CTVM	5.055.822,00	4,45%
CREDIT SUISSE SECURITIES(EUROPE) LIMITED	4.703.303,00	4,14%
MORGAN STANLEY URUGUAY LTDA	2.724.214,00	2,40%
VANGUARD EMERGING MARKETS STOCK INDEX FUND	1.882.941,67	1,66%
SAUDI ARABIAN MONETARY AGENCY	1.371.171,70	1,21%
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL	1.239.471,00	1,09%
MFS UTILITIES FUND	992.430,00	0,87%
MERRILL LYNCH INTERNATIONAL	948.129,00	0,83%
JANE STREET CAPITAL LLC	934.218,00	0,82%

20. Os horários de inserção e execução das ordens das operações de M.H. também chamaram atenção durante a investigação. Conforme ilustra o quadro constante do item 75 do Relatório de Inquérito (reproduzido abaixo), em várias operações de *day trade*, com diferentes ações, as ordens de venda da avó de Luiz Mori eram inseridas em horários muito próximos da entrada das ordens de compra dos grandes investidores atendidos pela Credit Suisse e pela Deutsche.

DATA	AÇÃO	HORÁRIO DE INSERÇÃO ORDEM M.H.	TIPO ORDEM	CORRETORA CONTRAPARTE	HORÁRIO ORDEM CONTRAPARTE*	TIPO ORDEM CONTRAPARTE
25/07/2012	LOGN3	10:14	V	DEUTSCHE BANK	10:15	C
27/07/2012	ENBR3	15:30	V	DEUTSCHE BANK	15:31	C
31/07/2012	MDIA3	10:06	V	DEUTSCHE BANK	10:07	C
31/07/2012	BRML3	15:29	V	CREDIT SUISSE	15:29	C
11/09/2012	HYPE3	15:35	V	CREDIT SUISSE	15:35	C

¹⁰ O Deutsche Bank AG London operava no Brasil, à época, principalmente de duas formas: enviando ordens diretamente para a corretora do próprio grupo no Brasil, Deutsche Bank C.V. S.A., ou enviando ordens para o Credit Suisse LLC, em Nova Iorque, que as reenviava para a corretora Credit Suisse (Brasil) S.A.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

14/09/2012	LPSB3	10:14	V	DEUTSCHE BANK	10:15	C
18/09/2012	BBAS3	14:29	V	CREDIT SUISSE	14:29	C
21/09/2012	AMIL3	16:45	V	DEUTSCHE BANK	16:46	C
21/09/2012	AMIL3	16:45	V	DEUTSCHE BANK	16:46	C
27/09/2012	OSXB3	14:25	V	DEUTSCHE BANK	14:26	C
27/09/2012	BBDC4	16:06	V	CREDIT SUISSE	16:06	C
28/09/2012	CIEL3	10:12	V	CREDIT SUISSE	10:12	C
28/09/2012	BRIN3	12:35	V	DEUTSCHE BANK	12:36	C
28/09/2012	CCRO3	12:38	V	CREDIT SUISSE	12:38	C
28/09/2012	OHLB3	13:18	V	DEUTSCHE BANK	13:19	C
28/09/2012	OHLB3	13:18	V	DEUTSCHE BANK	13:19	C
01/10/2012	CIEL3	13:12	V	CREDIT SUISSE	13:12	C
11/10/2012	RENT3	11:38	V	CREDIT SUISSE	11:38	C
15/10/2012	ALLL3	10:13	V	DEUTSCHE BANK	10:14	C
16/10/2012	CMIG4	12:37	V	DEUTSCHE BANK	12:38	C
22/10/2012	CIEL3	16:46	V	CREDIT SUISSE	16:46	C
23/10/2012	CIEL3	14:27	V	CREDIT SUISSE	14:27	C
25/10/2012	ITUB4	11:39	V	CREDIT SUISSE	11:39	C
25/10/2012	RENT3	11:55	V	DEUTSCHE BANK	11:56	C
27/11/2012	LAME3	11:48	V	CREDIT SUISSE	11:48	C
06/12/2012	PDGR3	14:07	V	CREDIT SUISSE	14:07	C
12/12/2012	PETR4	17:11	V	CREDIT SUISSE	17:11	C
26/12/2012	CTIP3	11:42	V	CREDIT SUISSE	11:42	C
27/12/2012	OSXB3	13:54	V	CREDIT SUISSE	13:54	C
27/12/2012	OSXB3	16:00	V	CREDIT SUISSE	16:00	C
04/01/2013	CCRO3	15:35	V	CREDIT SUISSE	15:35	C
14/01/2013	PCAR4	10:25	V	DEUTSCHE BANK	10:26	C
18/01/2013	VALE3	15:19	V	CREDIT SUISSE	15:19	C
23/01/2013	CMIG4	13:25	V	CREDIT SUISSE	13:25	C
24/01/2013	CCRO3	13:51	V	DEUTSCHE BANK	13:52	C
29/01/2013	AUTM3	16:51	V	CREDIT SUISSE	16:51	C
30/01/2013	GGBR4	14:04	V	DEUTSCHE BANK	14:05	C
05/02/2013	BBAS3	11:41	V	CREDIT SUISSE	11:41	C
07/02/2013	GISA3	11:14	V	DEUTSCHE BANK	11:15	C
08/02/2013	LINX3	12:24	V	CREDIT SUISSE	12:24	C
25/02/2013	CIEL3	10:55	V	CREDIT SUISSE	10:55	C
25/02/2013	CIEL3	15:00	V	CREDIT SUISSE	15:00	C
26/02/2013	GGBR4	14:43	V	CREDIT SUISSE	14:43	C



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

08/03/2013	CTIP3	16:28	V	CREDIT SUISSE	16:28	C
12/03/2013	TOTS3	16:54	V	DEUTSCHE BANK	16:55	C
13/03/2013	MMXM3	11:58	V	CREDIT SUISSE	11:58	C

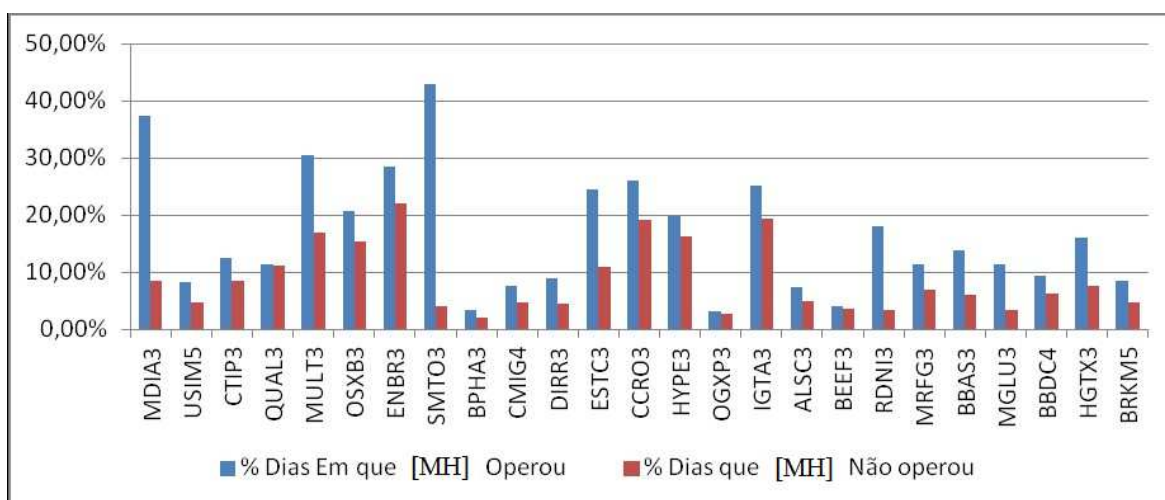
* Refere-se ao horário tanto de inserção quanto de execução, tendo em vista serem as agressoras.

21. A Acusação destacou, ainda, que, em 63% das alienações de ações para clientes dessas duas corretoras, o intervalo entre a inserção de ambas as ordens foi inferior a cinco minutos.

22. Ao discorrer sobre as contrapartes das operações, a Acusação reiterou que a configuração do *front running* não pressupõe que todas as operações que fecham o *day trade* sejam realizadas contra o investidor cuja ordem foi antecipada, visto que o lucro é oriundo da diferença entre o preço de entrada e de saída dilatada pela pressão compradora (ou vendedora) de que se teve informação antes do mercado, independentemente de quem esteja no polo oposto da transação. Apontou que, não obstante, pela própria dinâmica desse tipo de infração, é natural que aqueles que executam tal estratégia irregular acabem por fechar um número muito maior de operações com o investidor a cujo movimento se anteciparam do que ocorreria em situações de equilíbrio informacional no mercado.

23. Para além do *timing* das ordens, SPS e PFE ressaltaram que o índice de acerto de M.H. foi ainda mais elevado nos dias em que as corretoras Credit Suisse e Deutsche eram mais atuantes no mercado, o que se verificou em diversos ativos, conforme reportou em gráficos constantes do Relatório de Inquérito, reproduzidos a seguir.

Participação Credit Suisse (Carteira Própria e Investidores Não Residentes) + Deutsche Bank nas 20 ações que a Sra. M.H. obteve maior lucro.

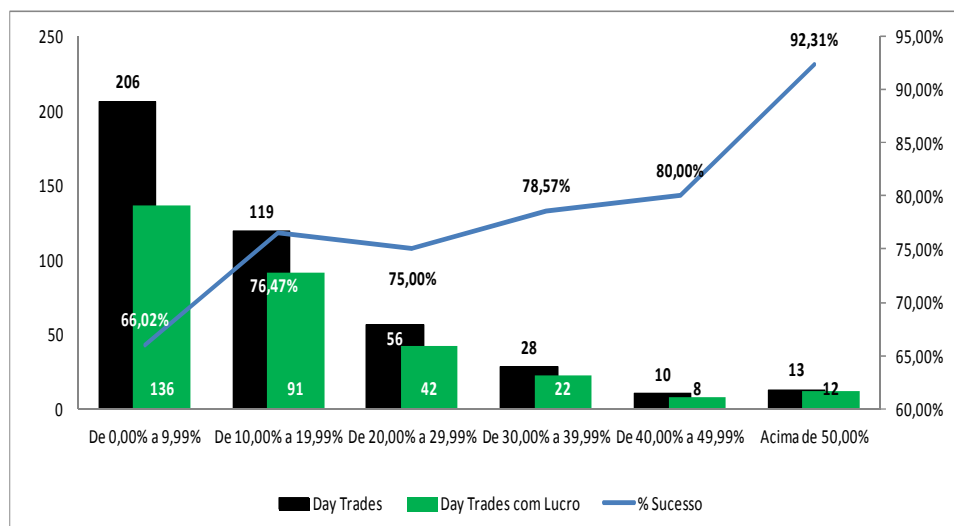




COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

24. Ainda sobre essa correlação, a Acusação identificou que, nos pregões em que as atuações da Credit Suisse e da Deutsche eram maiores, a investidora alcançava um maior percentual de acerto em suas estratégias de *day trade*¹¹.



25. Ademais, a variação na lucratividade das operações de M.H. também apresentou correlação com a presença das referidas corretoras no mercado, observando-se que o lucro médio de todo o período foi de R\$ 1.043,38, mas, quando se isola os 10 *day trades* em que houve maior participação da Credit Suisse, o ganho médio sobe para R\$ 2.008,00. Em compensação, no extremo oposto, as 10 operações em que se constatou as menores participações de tais corretoras implicaram, em média, em um prejuízo da ordem de R\$ 314,00.

26. Ainda sobre as contrapartes das operações de M.H., SPS e PFE apresentaram o quadro abaixo no qual foram estabelecidas cinco faixas relativas ao percentual do volume da operação de *day trade* que foi fechada contra clientes da Credit Suisse ou da Deutsche.

Quadro 2 – Percentual Vendido para Clientes do Credit Suisse LLC. e do Deutsche Bank

Faixa Percentual Vendido para Clientes das Corretoras Credit Suisse LLC. e Deutsche Bank	Total Vendido (A)	Vendido para Credit Suisse LLC. e Deutsche Bank (B)	Média (B/A)%	Total de Day Trades
0%	R\$ 31.293.698,00	R\$ -	0%	150
De 0% a 20%	R\$ 17.417.881,00	R\$ 965.932,10	5,55%	65
De 20,01% a 49,9%	R\$ 10.221.062,00	R\$ 3.782.672,95	37,01%	33
De 50,01% a 99,9%	R\$ 21.986.364,00	R\$ 17.119.579,56	77,86%	67
100%	R\$ 24.601.846,00	R\$ 24.601.846,00	100,00%	117
Total geral	R\$ 105.520.851,00	R\$ 46.470.030,61	44,04%	432

¹¹ Segundo os cálculos da Acusação, a correlação seria de 0,9445.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

27. Diante disso, a Acusação efetuou uma análise probabilística a respeito da faixa de 100% de volume vendido para clientes das duas corretoras:

Tendo em vista que as corretoras Credit Suisse LLC. e/ou Deutsche Bank intermediaram compras para seus clientes, entre 25.07.2012 e 15.03.2013, relativas às 118 ações negociadas em nome da Sra. [M.H.], que representaram 5,64% do mercado, a probabilidade de, em 432 operações, 117 terem como contraparte apenas clientes destas corretoras é de uma em 5.693.557.214.824.510.000.000.000.000.000.000.000.000.000.000 (5,69 quatordecilhões), conforme também trazido no Apêndice 1.

28. Do universo de 117 operações de *day trade* em que a avó de Luiz Mori completou sua estratégia alienando 100% das ações a clientes da Credit Suisse ou da Deutsche, SPS e PFE selecionaram 16, nas quais 100% das compras também tiveram, no polo oposto, investidores atendidos pelas mesmas corretoras. Nessa amostra, não houve prejuízo em nenhuma operação e o lucro médio foi de R\$ 2.915,69, 179,4% maior do que o obtido considerando todas as operações.

Atuação de Luiz Mori

29. SPS e PFE reputaram ser Luiz Mori o mentor do esquema de *front running*. Para tanto, apontaram que era ele quem tomava as decisões de investimento nas operações de que trata este PAS, ainda que tenham sido realizadas por meio de contas em nome de terceiros.

30. No que tange às operações de M.H., a Acusação enumerou indícios de que não seria ela a responsável pelas decisões de investimento: (i) seu ingresso no mercado de capitais aos 92 anos de idade; (ii) *day trades* e operações com *small caps* de baixa liquidez seriam incompatíveis com seu perfil de risco; (iii) a frequência das operações também seria conflitante com a idade e o perfil da investidora; (iv) o acompanhamento das operações com até 10 acessos por dia por meio de ferramentas tecnológicas, como o *Home Broker*, raramente utilizada por pessoas de sua idade.

31. Segundo apontado pela Acusação, o primeiro indício de que era Luiz Mori quem, de fato, decidia os investimentos realizados com os recursos de sua avó foi a análise dos acessos à conta da investidora na XP. Segundo dados fornecidos pela XP¹², a maior parte dos acessos (7.425) se deu por meio do aplicativo para celulares denominado “XP Mobile”, por meio do qual não é possível determinar a localização do usuário pelo *Internet Protocol* (“IP”). No entanto, outros sistemas que permitem a localização do usuário, como *Home Broker*, Portal ou XP Pro, também foram utilizados, sendo que, do total de 234 acessos por tais ferramentas, em 227 o endereço de IP era nos EUA; em seis, era no Brasil, onde residia M.H.; e um não teve localização identificada.

¹² Doc. SEI 0955215, fls. 38-40 e Doc. SEI 0955887, CD fl.40.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

32. Analisando os acessos via *Home Broker*, a Acusação identificou endereço de IP localizado na cidade de Nova Iorque, onde residia Luiz Mori. Além disso, os acessos ocorriam em horários fora do que seria o expediente de Luiz Mori na Credit Suisse USA. A explicação, segundo a Acusação, seria que Luiz Mori utilizava o aplicativo em seu celular durante o dia, para não ser detectado pelos departamentos de TI e *Compliance* da corretora, utilizando o *Home Broker* somente fora do escritório. A grande concentração de acessos por meio de IPs nos EUA também foi verificada com relação à conta de M.H. na Itaú Corretora (409 dos 422 acessos feitos entre 06.06 e 15.08.2012), mas não foi possível precisar a cidade de origem. Em depoimento prestado à CVM, Luiz Mori disse não saber quem seria o responsável pelas ordens transmitidas dos EUA.

33. A fim de demonstrar que a movimentação da conta de M.H. na Itaú Corretora era de responsabilidade de seu neto, SPS e PFE destacaram trecho de comunicação efetuada pela referida intermediária ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras (“COAF”), em que as operações foram apontadas como tendo “*características e/ou desdobramentos [que] evidenci[am] atuação, de forma contumaz, em nome de terceiros*”. A Itaú Corretora mencionou, ainda, o fato de M.H. e Luiz Mori informarem o mesmo endereço residencial em seus registros cadastrais e que:

No período analisado, verificamos que **o mesmo IP acessa ambas as contas** tanto a de Luiz Gustavo como a de [M.H.]. Um dos IPs pesquisados foi – IP Address: 198.240.130.75; ISP: **Credit Suisse Group** / CANA; Region: **New York (US)**. (grifos adotados)

34. A Acusação concluiu que Luiz Mori tinha total controle sobre a conta de sua avó, tendo sido o responsável pelas ordens e pelos pagamentos realizados a partir dela.

35. Além disso, SPS e PFE identificaram que a presença de contrapartes estrangeiras nas transações de M.H. se mostrou bem superior à participação desses investidores no mercado à época. Enquanto os investidores estrangeiros representavam em torno de 40% do movimento da bolsa de valores brasileira, nas negociações da investidora seu volume representou 64,01% do total. Para a Acusação, essa métrica tem especial relevo, visto que Luiz Mori tinha como função na Credit Suisse USA justamente inserir ordens de clientes estrangeiros na bolsa brasileira.

36. Outro ponto destacado pela Acusação foi o de que 30,06% do montante total de vendas realizadas por M.H. originou-se de transações com investidores estrangeiros que tinham como corretora no Brasil a Credit Suisse e como intermediário internacional a Credit Suisse USA, para a qual trabalhava Luiz Mori.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

37. Nesse sentido, SPS e PFE diligenciaram com a Credit Suisse¹³ para mapear quem seriam os funcionários responsáveis pelas ordens que acabaram sendo efetivadas contra aquelas da investidora M.H., tendo os resultados da diligência sido consolidados na tabela abaixo.

Tabela 7 - Operadores - ordens com Credit Suisse Securities (USA) LLC como Intermediário Internacional. Fonte: Credit Suisse Brasil S.A. CTVM.

OPERADOR	Valor (R\$)	%
INCLUSÃO ELETRÔNICA	16.406.750,00	48,04%
D. P.	13.155.120,00	38,52%
L. M.	1.962.369,00	5,75%
R. O.	1.439.114,00	4,21%
L. C.	1.070.774,00	3,14%
R. R.	92.850,00	0,27%
B. R.	26.240,00	0,08%
TOTAL	34.153.217,00	100%

38. Segundo a Acusação, a “inclusão eletrônica”, que representou quase a metade do montante das ordens, representaria a atuação direta¹⁴ da mesa de operações da Credit Suisse USA, que tinha apenas dois operadores com foco no mercado latino americano, sendo brasileiro somente um deles: Luiz Mori.

39. Adicionalmente, D.P., responsável pelas ordens que implicaram em 38,52% do volume das negociações com M.H., declarou¹⁵ que era o principal contato da mesa de Nova Iorque no Brasil, e que sua principal função era executar as ordens de clientes estrangeiros no Brasil.

40. Tal informação foi corroborada por outro levantamento feito pela Acusação sobre a distribuição do volume financeiro das operações de clientes estrangeiros no Brasil pelos operadores na Credit Suisse, resumida na tabela reproduzida abaixo:

Tabela 8 - Operadores Credit Suisse - Investidores Não Residentes

Operador	Financeiro (R\$)	%
D. P.	19.422.139.774,23	53,94%
INCLUSÃO ELETRÔNICA	5.486.547.834,94	15,24%
L. M.	4.311.921.250,84	11,98%
M. B. O.	1.694.133.309,94	4,71%
R. R.	1.435.264.620,17	3,99%
L. C.	1.250.419.215,69	3,47%
B. R.	1.102.280.559,37	3,06%
R. O.	656.244.797,89	1,82%
D. R.	319.601.028,34	0,89%
C. C. K.	319.302.109,99	0,89%
P. P.	7.823.819,27	0,02%
D. V. DE M. L.	979.459,00	0,00%
TOTAL	36.006.657.779,67	100,00%

¹³ Doc. SEI 0955169, fls. 47-48, e Doc. SEI 0955887, CD fl. 48.

¹⁴ Sem qualquer participação de operadores da Credit Suisse no Brasil.

¹⁵ Doc. SEI 0955899, CD fl. 458.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

41. A Acusação destacou, ainda a seguinte informação: 15,24% do volume operado por clientes estrangeiros da Credit Suisse eram diretamente inseridos no sistema pela mesa de Nova Iorque, ao passo que esse percentual era de 48,04% no universo das operações de M.H.

42. Complementarmente, quando da obtenção de informações bancárias de M.H. referentes à movimentação financeira na conta corrente utilizada para transferências com a Itaú Corretora e a XP, no período de janeiro de 2011 a junho de 2013, Luiz Mori apareceu como destinatário de 56 transferências, que totalizaram R\$ 600.625,00 (seiscentos mil seiscentos e vinte e cinco reais), sendo que, no período indicado pela Acusação, em que as operações supostamente irregulares teriam ocorrido por meio da conta de M.H. (junho de 2012 a março de 2013), foram 47 transferências totalizando R\$ 404.470,00 (quatrocentos e quatro mil quatrocentos e setenta reais). Entre janeiro e junho de 2012, ocorreram quatro transferências, totalizando R\$ 156.850,00 (cento e cinquenta e seis mil oitocentos e cinquenta reais) e, entre abril e maio de 2013, cinco transferências, totalizando R\$ 39.305,00 (trinta e nove mil trezentos e cinquenta reais).

43. Em depoimento prestado à CVM, Luiz Mori alegou que, anteriormente, teria “dado muito dinheiro a ela” para achar um apartamento e realizar as adaptações necessárias para uma pessoa idosa e que tais transferências seriam referentes à devolução desses recursos.

Atuação de Bruno Guisard

44. Para a Acusação, Luiz Mori também realizou *front running* antecipando-se a grandes ordens de clientes internacionais da Deutsche, sobre as quais reputou que ele foi avisado antecipadamente por Bruno Guisard.

45. A partir de informações enviadas pela Deutsche¹⁶, SPS e PFE identificaram que 91,61% das ordens dos clientes da corretora, com especial destaque para o Deutsche Bank AG London (“Deutsche Londres”), que acabaram sendo executadas contra M.H., eram oriundas da Deutsche Bank Securities INC., em Nova Iorque (“Deutsche NY”), e foram enviadas por 10 diferentes operadores, mas com grande concentração em Bruno Guisard, com 67,23% do volume.

46. Questionado a respeito¹⁷, o acusado alegou que, em 2012, ele provavelmente era um dos “maiores responsáveis por enviar todas as ordens para o Brasil”, o que foi corroborado pelos dados enviados pela Deutsche sobre a distribuição entre os operadores da Deutsche NY de todas as ordens no período das operações de M.H., mas em percentual bem inferior: 28,49%, o que foi apontado pela Acusação como indício de que seria ele a fonte de informações de Luiz Mori.

¹⁶ Doc. SEI 0955169, fls. 69-79 e Doc. SEI 0955887, CD fl. 79.

¹⁷ Doc. SEI 0955899, CD fl. 457.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

47. Complementarmente, quando da obtenção de informações referentes à movimentação financeira na conta corrente de M.H. utilizada para transferências com a Itaú Corretora e a XP, no período de janeiro de 2011 a junho de 2013¹⁸, Bruno Guisard apareceu como destinatário de cinco transferências, que totalizaram R\$ 36.578,00 (trinta e seis mil quinhentos e setenta e oito reais).

48. Questionado sobre tais transferências durante depoimento, Bruno Guisard afirmou não saber o motivo de M.H. ter lhe enviado os recursos. Por outro lado, reconheceu ter tido alguns negócios com Luiz Mori, como refletido nos seguintes trechos:

Bruno Guisard: Sim, a gente tinha algumas coisas, eu comprei um carro dele aqui quando ele voltou pro Brasil, eh, e a gente tinha alguns eventos sociais... eventualmente eu acho que ele deve ter precisado de algum dinheiro aqui, eu não me recordo exatamente os motivos, mas eu me lembro de ter transferido dólares para a conta dele em troca de reais.

49. Em momento posterior, Bruno Guisard respondeu¹⁹ a um ofício da CVM afirmando que as transferências seriam concernentes a vendas para Luiz Mori de um relógio ao preço de R\$ 32.850,00 (trinta e dois mil e oitocentos e cinquenta reais) e de equipamentos fotográficos a R\$ 3.728,00 (três mil setecentos e vinte e oito reais), não tendo, contudo, apresentado comprovantes.

50. A Acusação não acolheu a justificativa e questionou o fato de os acusados não terem, durante os depoimentos, se recordado de transações de valor elevado e que as versões apresentadas posteriormente diziam respeito a negociações de bens que não demandam qualquer tipo de registro, ao contrário dos veículos automotores. Ademais, considerando que Bruno Guisard solicitou cópia da gravação de seu depoimento e extensão do prazo para responder a ofício pouco antes de apresentar sua versão para o recebimento dos recursos, a Acusação entendeu que ele “buscou justificar apenas exatamente o valor questionado pelo Inspetor na entrevista telefônica.”.

51. Além disso, SPS e PFE ressaltaram que Luiz Mori apresentou justificativas para transferências da conta de M.H. para outros funcionários da Credit Suisse (como operações de crédito e câmbio), mas que não tinha explicação para o envio de recursos a Bruno Guisard. Por fim, a Acusação também ressaltou que nenhum dos dois mencionou em seus respectivos depoimentos o fato de terem residido no mesmo prédio em Nova Iorque.

Operações de Rafael Spinardi e Catarsis

¹⁸ Doc. SEI 0955887, CD fl. 230 (transferências realizadas em 10, 12, 13 e 24.09.2012 e 04.03.2013).

¹⁹ Doc. SEI 0955190, fls. 568.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

52. Rafael Spinardi passou a ser investigado neste PAS a partir da análise das informações bancárias de M.H.²⁰, nas quais foram identificadas cinco transferências de recursos para conta corrente de sua titularidade, entre o final de abril e o início de maio de 2013, totalizando R\$ 48.000,00 (quarenta e oito mil reais), conforme consta do item 144 do Relatório de Inquérito:

Data	Destinatário	Valor (R\$)
25/4/13	RAFAEL SPINARDI MARQUES	9.955,00
26/4/13	RAFAEL SPINARDI MARQUES	9.895,00
30/4/13	RAFAEL SPINARDI MARQUES	9.150,00
2/5/13	RAFAEL SPINARDI MARQUES	9.450,00
6/5/13	RAFAEL SPINARDI MARQUES	9.550,00

53. A proximidade das datas das transferências e os valores pouco abaixo de R\$ 10.000,00 (dez mil reais) foram interpretados pela Acusação como indícios de uma “tentativa de ocultar as operações do Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF)”.

54. Em 07.05.2013, um dia após a última transferência, Rafael Spinardi transferiu igual montante de R\$ 48.000,00 (quarenta e oito mil reais) para sua conta na UM Investimentos e passou a operar no mercado de ações com estratégia de características e resultados semelhantes à verificada na conta de M.H., o que, no entender da Acusação, representou uma mudança com relação a atuação de Rafael Spinardi no mercado até então, pois ele havia operado primordialmente com contratos e minicontratos de índice Bovespa entre maio de 2011 e fevereiro de 2012.

55. A exemplo da operações de *day trade* de M.H., a Acusação pontou que Rafael Spinardi alcançou níveis incomuns de acerto, com lucro: (i) em 295 de 395 operações (74,68%)²¹; (ii) em 87 das 107 ações com as quais operou; (iii) em 86 dos 96 dias em que operou; (iv) num total de R\$ 525.947,00 (quinhentos e vinte e cinco mil novecentos e quarenta e sete reais) e médio de R\$ 1.330,37 (mil trezentos e trinta reais e trinta e sete centavos) por operação.

56. Segundo a Acusação, as coincidências com as operações de M.H. prosseguiram, com alta concentração de clientes estrangeiros²² da Credit Suisse na contraparte das operações de Rafael Spinardi, como apontado na seguinte tabela:

Corretora	Total (R\$)	%
CREDIT SUISSE BRASIL S.A. CTVM	51.526.648,00	36,11%
UBS BRASIL CCTVM S.A.	12.918.603,00	9,05%
XP INVESTIMENTOS CCTVM S.A.	8.109.511,00	5,68%

²⁰ Doc. SEI 0955887, CD fl. 230.

²¹ De acordo com cálculos da Acusação, a probabilidade de acerto de 295 em 395 operações de *day trade* seria de uma em 101 sextilhões.

²² A Acusação ressaltou que investidores não residentes no Brasil foram responsáveis por R\$ 45.683.171,48 dos R\$ 51.526.648,00 intermediados pela Credit Suisse nas operações contra Rafael Spinardi.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

57. A Acusação também constatou uma maior lucratividade das operações quando eram fechadas contra clientes da Credit Suisse. Se por um lado, em 80 dos 98 *day trades* de Rafael Spinardi, 100% das operações de compra ou de venda foram contra clientes da corretora e lucrativas (81,63%), com lucro médio de R\$ 2.014,12 (dois mil e quatorze reais e doze centavos); de outro, nos 43 *day trades* sem a participação de clientes da Credit Suisse foi registrado um prejuízo médio de R\$ 54,99.

58. Segundo a Acusação, Rafael Spinardi realizou seu último *day trade* em 04.10.2013, uma sexta-feira, sendo que a Catarsis iniciou suas operações no mercado de bolsa na segunda-feira subsequente (07.10.2013), adotando o padrão observado nas operações de M.H. e Rafael Spinardi.

59. A Catarsis, empresa de responsabilidade limitada de titularidade de Rafael Spinardi, operou no mercado de ações entre 07.10.2013 e 02.04.2014, implementando estratégia de *day trade* e obtendo lucro: (i) em 442 de um total de 532 operações (83,1%)²³; (ii) em operações com 98 das 110 ações transacionadas; (iii) num total de R\$ 868.246,00 (oitocentos e sessenta e oito mil duzentos e quarenta e seis reais) e médio de R\$ 1.632,04 por ação.

60. Assim como verificado nas operações dos dois comitentes anteriores, a Acusação destacou que a Catarsis teve na contraparte de suas transações uma grande concentração de investidores estrangeiros²⁴ clientes da Credit Suisse, como resumido na seguinte tabela:

Corretora	Total (R\$)	%
CREDIT SUISSE BRASIL S.A. CTVM	88.795.851,00	43,00%
UBS BRASIL CCTVM S.A.	20.228.146,00	9,80%
MORGAN STANLEY CTVM S.A.	10.913.606,00	5,28%

61. Apontou, ainda, que os resultados positivos foram significativamente mais expressivos quando a Catarsis fechou seus *day trades* contra os clientes da Credit Suisse. Das 139 operações em que isso ocorreu com 100% das compras ou das vendas da Catarsis, em 126 (90,65%) foi registrado lucro, em média de R\$ 1.402,60 (mil quatrocentos e dois reais e sessenta centavos) por operação. Por outro lado, nas 33 ocasiões em que a empresa de Rafael Spinardi operou *day trades*, sem que nenhuma de suas ordens fosse casada com clientes da Credit Suisse, o lucro médio caiu quase pela metade: R\$ 737,27 (setecentos e trinta e sete reais e vinte e sete centavos).

²³ De acordo com cálculos da Acusação, a probabilidade de acerto de 442 em 532 operações de *day trade* seria de uma em 286,9 setedecilhões.

²⁴ A Acusação pontuou que investidores não residentes no Brasil foram responsáveis por R\$ 82.569.981,72 dos R\$ 88.795.851,00 intermediados pela Credit Suisse nas operações contra a Catarsis.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

62. Segundo a Acusação, a única diferença relevante entre o comportamento da Catarsis e Rafael Spinardi no mercado com relação ao de M.H. é que aqueles também operavam vendidos, ou seja, buscavam auferir lucro tanto se antecipando a pressões compradoras quanto vendedoras.

63. No que tange ao *timing* de inclusão das ordens, a Acusação ressaltou as semelhanças com as operações de M.H.: em 91,02% das operações fechadas por Rafael Spinardi ou Catarsis contra clientes da Credit Suisse, as ordens foram inseridas em intervalo inferior a cinco minutos.

Atuação de Luiz Mori e Rafael Spinardi

64. Com relação ao envio de ordens, a Acusação destacou que as operações de Rafael Spinardi e Catarsis também guardam muitas semelhanças com o que foi apurado com relação à M.H., com a maior parte das ordens sendo originadas de aplicativos instalados em dispositivos móveis, que não permitem a captura dos IPs pela corretora. Todavia, a totalidade dos acessos realizados através de ferramentas que permitem identificar a localização do usuário foi originada de IPs nos EUA, sendo a maioria de Nova Iorque, alguns de Nova Jersey e um de Connecticut. E, a exemplo do verificado quanto às contas de M.H. nas corretoras, não havia autorização para que terceiros emitissem ordens de investimento nas contas de Rafael Spinardi e Catarsis.

65. Adicionalmente, a Acusação apontou que Rafael Spinardi não poderia ser o responsável pelas ordens oriundas dos EUA, pois ele teria realizado diversas operações bancárias no Brasil que exigiam sua presença, conforme constatado a partir de seus dados bancários.

66. Outro fator indicado pela Acusação como indício de que era Luiz Mori quem controlava as contas de Rafael Spinardi e Catarsis foram alguns dias úteis no Brasil em que não foram realizadas operações: (i) 04.07.2013 (feriado nos EUA, dia da independência); (ii) 19.08.2013 a 30.08.2013 – período de férias de Luiz Mori; e (iii) 16.12.2013 a 20.12.2013 e 30.12.2013 a 02.01.2014 – recessos de Natal e Ano Novo.

67. Considerando que a maioria dos acessos às contas de Rafael Spinardi e Catarsis eram feitos a partir de dispositivos móveis e que os demais eram oriundos de IPs nos EUA e que eles foram interrompidos durante as férias de Luiz Mori, a Acusação concluiu que era este último o responsável pelas ordens e que elas só eram dadas quando ele estava presente na corretora com “acesso direto às informações das quais precisava para as decisões de investimento”.

68. As informações bancárias de Rafael Spinardi também foram mencionadas pela Acusação em desfavor de Luiz Mori, embora a Acusação não tenha demonstrado que este último determinou a destinação de R\$ 550.547,49 (quinhentos e cinquenta mil quinhentos e quarenta e sete reais), que foram sacados ou utilizados para quitar boletos. No entanto, dos recursos cuja destinação pôde



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

ser identificada, excetuando-se transferências de e para a Catarsis, de sua propriedade, todas as transferências, os depósitos e os pagamentos após saques foram feitos em benefício de Luiz Mori, seus familiares ou colegas de trabalho, tendo a Acusação resumido os seguintes dados:

Transferências a partir da conta corrente de Rafael Spinardi²⁵

DESTINATÁRIO/REMETENTE	RECEBIMENTO	ENVIO
OUTROS FUNCIONÁRIOS CREDIT SUISSE		R\$34.311,00
CATARSIS	R\$637.216,04	R\$57.150,00
LUIZ MORI		R\$21.173,19
M.H.	R\$48.000,00	R\$10.000,00
TOTAL	R\$685.216,04	R\$122.634,19

Beneficiários identificados de recursos sacados da conta do Rafael Spinardi²⁶

DESTINATÁRIO/REMETENTE	Valor
LUIZ MORI – DEPÓSITO	R\$ 105.502,07
M.H. – DEPÓSITO	R\$ 66.302,74
OUTROS FUNCIONÁRIOS CREDIT SUISSE – DEPÓSITOS	R\$ 27.135,00
PGTO DE FATURA DE LUIZ MORI	R\$ 6.150,00
F.S.M. (FAMILIAR DE LUIZ MORI)	R\$ 10.000,00

69. Sobre essa última tabela, SPS e PFE ressaltaram que Rafael Spinardi comparecia à agência bancária, realizava saques em dinheiro na boca do caixa e, ato contínuo, realizava depósitos ou pagamentos, o que proporcionou a identificação dos destinatários dos recursos, mediante consulta aos registros da fita de caixa diária do banco. Os valores de alguns dos depósitos estavam dentro dos limites diários de transferências pela internet ou pelo caixa eletrônico. A escolha pela boca do caixa, segundo a Acusação, visava “evitar o registro e identificação dos destinatários das transferências nos extratos bancários pessoais.”²⁷.

70. Pontuou a Acusação que, questionado sobre as razões que teriam levado Rafael Spinardi a lhe enviar tais quantias, Luiz Mori apenas alegou não se recordar.

71. Por fim, a Acusação concluiu que os procedimentos adotados por Rafael Spinardi tinham por objetivo ocultar o fato de que Luiz Mori era o real beneficiário dos recursos.

72. A realização de operações por Rafael Spinardi cessou em outubro de 2013. No dia 03 daquele mês, ele transferiu R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais) para a Catarsis, que, por seu turno,

²⁵ Relatório de Inquérito, item 185 (Doc. SEI 0955215, fls. 739).

²⁶ Relatório de Inquérito, item 186 (Doc. SEI 0955215, fls. 740).

²⁷ Item 188 do Relatório de Inquérito.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

transferiu o mesmo valor²⁸ para uma conta de investimentos na corretora UM Investimentos.

73. Ao contrário do verificado nas contas de Rafael Spinardi, a Acusação não identificou pagamentos da Catarsis a Luiz Mori ou a pessoas a ele relacionadas. Além da transferência para a corretora, R\$ 637.216,04 (seiscentos e trinta e sete mil duzentos e dezesseis reais e quatro centavos) foram destinados a Rafael Spinardi (não houve investigação de transferências posteriores), duas transferências para terceiros, que totalizaram R\$ 10.491,00 (dez mil quatrocentos e noventa e um reais) e pagamentos de despesas diversas que somaram R\$ 173.086,55 (cento e setenta e três mil e oitenta e seis reais e cinquenta e cinco centavos). Tais movimentações ficaram adstritas ao período em que a Catarsis operou no mercado de ações²⁹.

74. Para a Acusação, o fato de que os valores transferidos por Rafael Spinardi para Luiz Mori e pessoas a ele relacionadas foram inferiores ao lucro obtido com as operações indica que a diferença representou a remuneração de Rafael Spinardi por sua participação no esquema³⁰.

Versão dos Fatos apresentada por Rafael Spinardi e M.C.H.M.

75. Durante as investigações, Rafael Spinardi³¹ e M.C.H.M.³², familiar de Luiz Mori, apresentaram, em seus respectivos depoimentos, outra versão para os fatos objeto de apuração, sustentando que Rafael Spinardi, e não Luiz Mori, foi o responsável por todas as operações analisadas pela CVM, mesmo aquelas em nome de M.H..

76. Nessa linha, aduziram que Rafael Spinardi conheceu F.M., pai de Luiz Mori, em uma padaria que ambos frequentavam no bairro de Moema na cidade de São Paulo³³ e F.M. contou a Rafael Spinardi que seu sogro (marido de M.H.) havia falecido e que o valor do espólio estava aplicado em renda fixa, o que foi considerado por Rafael Spinardi como perda de dinheiro à luz de outros investimentos mais interessantes.

77. Segundo os depoentes, F.M. foi levado por Rafael Spinardi a uma reunião com M.C.H.M., ocasião em que explicou sobre investimentos em bolsa de valores, e M.C.H.M. anuiu com um período de testes com operações de pequeno valor. A abertura de uma conta na Itaú Corretora foi uma sugestão do próprio Rafael Spinardi, diante de grande desconfiança da família, pois essa era a instituição financeira em que o dinheiro estava aplicado.

²⁸ A transferência se deu em duas parcelas, sendo a primeira no próprio dia 03.10.2013 e a segunda no dia 07.03.2013.

²⁹ Doc. SEI 0955899, CD fl. 436.

³⁰ Relatório de Inquérito, item 340.

³¹ Doc. SEI 0955899, CD fl. 519.

³² Doc. SEI 0955899, CD fl. 584.

³³ Segundo M.C.H.M., Rafael Spinardi residia próximo à sua casa e tinha grande amizade com F.M.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

78. Asseveraram que a remuneração acordada entre as partes foi de R\$ 3.000,00 (três mil reais) mensais e o lucro fora de cerca de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais) por mês. A estrutura perdurou “até uma ligação da BSM”, alertando para a necessidade de a gestão ser feita por pessoa autorizada. Segundo Rafael Spinardi, ele sugeriu à M.C.H.M. que parassem com as operações, mas ela queria continuar. Por isso, decidiram transferir os recursos para uma conta de titularidade do próprio Rafael Spinardi.

79. Especificamente sobre as operações, Rafael Spinardi declarou serem dele as decisões de investimento e aduziu que escolhia as ações por análise técnica, de *book*, de preferência ações com liquidez, já que “*day trade* com posição alavancada seria impossível de fazer com ações de terceira linha, e muito complicado pra entrar e sair em um preço desejado”. Já sobre a concentração de clientes de três corretoras na contraparte de suas operações, Rafael Spinardi arguiu que Credit Suisse, Deutsche e UBS são corretoras “muito fortes no mercado” e que “é mais relevante prestar atenção em corretoras como essas três que em corretoras menores”.

80. Para explicar o fato de que a grande maioria das ordens cuja origem pode ser identificada estava vinculada a endereços de IP localizados nos EUA, Rafael Spinardi sustentou que usava um programa denominado “Hide IP”, que facilitaria a utilização de diversos softwares.

81. Tanto M.C.H.M. quanto Rafael Spinardi negaram que esse último conhecesse Luiz Mori. M.C.H.M. ressaltou que Luiz Mori sequer sabia das operações, em razão de exigência decorrente de seu ingresso na Credit Suisse. Já Rafael Spinardi alegou que seu único contato com Luiz Mori foi em uma ligação telefônica em 17.03.2016, para que Luiz Mori se inteirasse do que estava acontecendo, porque sua família estaria preocupada com as investigações conduzidas pela CVM.

82. M.C.H.M. afirmou aos inspetores que, à exceção de seu ex-marido F.M., ninguém mais conhecia a esposa de Rafael Spinardi. Diante dessa resposta, foi informado à M.C.H.M. a existência de conversa entre as esposas de Rafael Spinardi e Luiz Mori em uma rede social, quanto ao que apenas alegou não ter “a mínima noção” sobre o assunto.

83. Já sobre os dias em que foi verificada uma interrupção nas operações, tanto Rafael Spinardi quanto M.C.H.M. afirmaram que ocasionalmente M.C.H.M. solicitava que as operações fossem interrompidas até que ela pudesse analisar e mostrar para a família.

84. M.C.H.M. esclareceu que: (i) tinha liberdade para investir os recursos de M.H., mas que depois mostrava a seus irmãos, especialmente C.H.; (ii) não se recorda das razões das interrupções nos períodos apontados; (iii) não haveria qualquer relação com o período de férias de Luiz Mori, pois ele sequer sabia das operações; (iv) não se recorda se tinha acesso à conta na corretora; e (v) não sabe porque C.H. e a XP afirmaram que o responsável pela conta de M.H. era Luiz Mori.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

85. A Acusação destacou que Rafael Spinardi também não apresentou justificativa para a ausência de movimentações no período em que Luiz Mori estava de férias, indicando que somente M.C.H.M. saberia a razão, visto que as interrupções ocorriam sempre a pedido dela. Já sobre o feriado de 4 de julho, Rafael Spinardi arguiu que, nas datas em que há feriado internacional, o movimento na bolsa brasileira cai muito, ficando difícil de operar.

86. Outro ponto perquirido pela Acusação nos depoimentos foi a troca de corretoras ocorrida em agosto de 2012, quando os recursos de M.H. deixaram de ser investidos através da Itaú Corretora, passando a utilizar os serviços da XP. Quanto a isso, a Acusação salientou que M.C.H.M. se limitou a afirmar que Rafael Spinardi a auxiliou na troca, e ele, por sua vez, aduziu que houve duas razões para a mudança: (i) a diferença de preço e de produtos oferecidos; e (ii) a necessidade de troca de titularidade em virtude de ofício da BSM.

87. No que tange ao controle da conta corrente de titularidade de M.H. no Banco Itaú, Rafael Spinardi alegou nunca ter tido acesso, ao passo que M.C.H.M. apresentou duas explicações distintas. A primeira delas, que era ela mesma quem movimentava a conta, inclusive com a utilização do *token*, e a segunda, em momento posterior do mesmo depoimento, que as senhas para as contas tanto da corretora quanto do banco eram idênticas e que Rafael Spinardi tinha as duas, mas que ela não se recordava de ele ter feito alguma transação na conta corrente.

88. Os inspetores questionaram M.C.H.M. sobre algumas transações específicas realizadas a partir da conta corrente de M.H., ao que M.C.H.M. respondeu que não se recordava de quem teria efetivado as transferências de recursos, ressaltando que não poderia ser Luiz Mori, e acrescentando que ela pediu a Rafael Spinardi que fizesse algumas transferências, sem se recordar, no entanto, se era a conta corrente ou da corretora. Já quanto aos pagamentos de faturas do cartão de crédito de Luiz Mori, afirmou que foram feitos pela própria M.C.H.M., a pedido do filho.

89. M.C.H.M. também afirmou não se recordar (i) da razão que levou à realização de transferências em valores entre R\$ 9.000,00 e R\$ 9.995,00, mesmo quando o destinatário recebia valores superiores no mesmo dia, nem (ii) de como ocorriam os pedidos de Luiz Mori para que efetuasse transferências de recursos para quitar a dívida que sua avó tinha com ele. Por outro lado, afirmou que Rafael Spinardi tinha a senha da conta corrente e que teria lhe entregue o *token*.

90. Segundo o depoimento de Rafael Spinardi, sua conta corrente era movimentada apenas por ele mesmo, tendo confirmado a realização de todas as operações financeiras realizadas a partir dela, inclusive aquelas realizadas presencialmente na agência bancária, e que M.C.H.M. solicitava a entrega de relatório com todos os valores que foram pagos pertinentes à parte dela. Rafael Spinardi afirmou desconhecer todos os funcionários da Credit Suisse que receberam recursos de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

sua conta e asseverou que as transferências foram feitas a pedido de M.C.H.M., que, por sua vez, confirmou essa informação.

91. Especificamente sobre os valores enviados a funcionários da Credit Suisse, M.C.H.M. disse que eram pessoas que tinham emprestado dinheiro a Luiz Mori, quando a família passou por dificuldades financeiras e que tais transferências foram feitas para quitar tais dívidas. Além disso, segundo M.C.H.M., M.H. fez uma doação para Luiz Mori e que algumas das transferências para terceiros tiveram como objetivo pagar compromissos do neto.

92. A ajuda financeira de Luiz Mori no passado também foi apontada por M.C.H.M. como a razão pela qual Rafael Spinardi transferiu mais recursos para ele do que para M.H. e M.C.H.M. Segundo M.C.H.M., os pagamentos de R\$ 3.000,00 mensais a Rafael Spinardi foram em espécie.

93. M.C.H.M. afirmou, ainda, não se recordar de outros pagamentos realizados por Rafael Spinardi à sua família, como o de R\$ 48.000,00 transferidos a Luiz Mori, do pagamento de faturas de seu cartão de crédito e de depósitos na conta de seu ex-marido F.M..

94. Sobre o encerramento das operações em abril de 2014, Rafael Spinardi afirmou ter ocorrido a pedido de M.C.H.M., que não esclareceu o motivo. Já M.C.H.M. disse que não prosseguiu com as operações, seguindo orientação de Luiz Mori, que havia retornado dos EUA.

95. Questionado sobre o porquê de não ter continuado com as operações com seus próprios recursos, já que vinha alcançando excelentes resultados, Rafael Spinardi asseverou sequer ter cogitado tal hipótese, por envolver um fator emocional muito mais complexo do que a gestão de recursos de terceiros. Alegou que seu projeto era utilizar a Catarsis para “embrionar” outras empresas, especialmente uma empresa de tecnologia. M.C.H.M. arguiu que não voltou à bolsa de valores após a finalização das operações da Catarsis, uma vez que não conhecia ninguém para investir e seu filho estaria impedido de se envolver nas operações.

Análise pela Acusação da Versão de M.C.H.M. e Rafael Spinardi sobre os Fatos

96. A Acusação considerou que as versões dos fatos apresentadas por Rafael Spinardi, em seu depoimento de 19.04.2016, e por M.C.H.M., em seu depoimento de 06.05.2016, teriam sido “criadas e combinadas a partir da primeira conversa com Luiz Mori”, ocorrida em ligação telefônica de 17.03.2016.

97. Para amparar suas conclusões, a Acusação enumerou as inconsistências que considerou existir e incompatibilidades com relação a outras evidências levantadas ao longo da apuração.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

98. Em primeiro lugar, a Acusação ressaltou que dois familiares de Luiz Mori, quando questionados pela primeira vez, e de surpresa, sobre quem foi o responsável pelas operações de M.H., afirmaram ter sido Luiz Mori.

99. Segundo narra a Acusação, M.C.H.M. recebeu um telefonema da XP em março de 2013, quando informou que Luiz Mori era quem realizava as operações na conta da avó e que, posteriormente, M.C.H.M. entrou em contato com a XP, sem que tenha sido solicitada a fazê-lo, para informar que era ela e o seu então marido é que realizavam as operações. Foi somente em um terceiro contato que M.C.H.M. indicou que o responsável seria uma pessoa chamada Rafael.

100. Segundo a Acusação, (i) C.H., irmão de M.C.H.M., em telefonema ocorrido em 23.03.2016³⁴, também afirmou que as operações eram realizadas pelo filho de M.C.H.M., que estaria no exterior no dia da ligação; (ii) Luiz Mori é o único filho de M.C.H.M.; e (iii) em seu depoimento, poucos dias antes (17.03.2016), ele informou que estaria no exterior naquela semana.

101. Na visão da Acusação, outro ponto inverídico foi a alegação de que Luiz Mori e Rafael Spinardi não se conheciam. Nesse sentido, apontou (i) o depoimento de H.C.C.A., funcionário da Credit Suisse, que relatou ter sido apresentado a Rafael Spinardi por Luiz Mori em um evento social; e (ii) quando H.C.C.A. voltou a ser questionado sobre o assunto, em entrevistas telefônicas posteriores³⁵, confirmou a informação e acrescentou que o referido evento social foi um churrasco na casa de um amigo em comum, ocorrido entre 2007 e 2009. Além disso, H.C.C.A. também disse ter participado de outros eventos semelhantes com as presenças de Rafael Spinardi e Luiz Mori.

102. Ainda para a Acusação, outro indício de que os dois, de fato, se conheciam se extrai de troca de mensagens que suas esposas tiveram em uma rede social, cujo conteúdo em nada se relaciona com os fatos objeto do PAS, mas que indicariam que elas se conheciam.

103. Rafael Spinardi afirmou que não tinha acesso à conta corrente de M.H. no Banco Itaú, o que, segundo a Acusação, seria incompatível com a última versão de M.C.H.M., segundo a qual Rafael Spinardi recebeu senha e *token* da conta. Ademais, Rafael Spinardi e M.C.H.M. não conseguiram explicar a motivação que os teria levado a trocar a Itaú Corretora pela XP e Rafael Spinardi inclusive confundiu as datas de troca das corretoras e de encerramento das operações, bem como mencionou ligação da BSM, quando “estava referindo-se, provavelmente, aos telefonemas que a corretora XP realizou em março de 2013 para [M.C.H.M.]”³⁶.

³⁴ Doc. SEI 0955899, CD fl. 478.

³⁵ Doc. SEI 0955899, CD fl. 523.

³⁶ Item 253 do Relatório de Inquérito.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

104. Outra inconsistência, na visão da Acusação, foi, de um lado, Rafael Spinardi ter afirmado, para tentar explicar as transferências de recursos para Luiz Mori e outros funcionários da Credit Suisse, que tais operações eram solicitadas por M.C.H.M., por ocasião das prestações de contas mensais, quando ele apresentava documentos e comprovantes. Enquanto, de outro lado, M.C.H.M. disse que não recebia documento algum e os registros das transferências mostram que ocorriam diversas operações dentro do mesmo mês, em periodicidade distinta da alegada.

105. Para a Acusação, Rafael Spinardi também entrou em contradição quando afirmou só operar com ações líquidas, sob a justificativa de que não seria possível operar em *day trade* com ações de terceira linha e, no entanto, foram negociadas pelos três comitentes 156 ações diferentes, incluindo diversas *small caps* e ações de baixa liquidez. Segundo a Acusação, a premissa de Rafael Spinardi sobre liquidez ser necessária para estratégias de *day trade* está correta, o que aumenta a suspeita de que a lucratividade alcançada³⁷ com ações de baixa liquidez foi fruto de *front running*.

106. Em seu depoimento, M.C.H.M. alegou que Rafael Spinardi efetuava transferências para Luiz Mori, seguindo orientações dela, para quitar obrigações que ela tinha para com seu filho e também porque Luiz Mori estaria passando por dificuldades financeiras nos EUA. Segundo a Acusação, outros funcionários da Credit Suisse indicaram que Luiz Mori passava, de fato, por dificuldades financeiras nos EUA, principalmente após o falecimento de seu avô em 2011, quando contraiu dívidas para ajudar a família. No entanto, já em 2012, entendeu ser possível perceber uma melhora em sua condição financeira, pontuando, inclusive, que, no período de férias de Luiz Mori, em 2013, quando as operações foram temporariamente interrompidas, ele viajou à Europa, como indicam as despesas de seu cartão de crédito³⁸.

107. Além disso, a Acusação indicou alguns aspectos dos depoimentos prestados que, a seu ver, não seriam críveis. Em primeiro lugar, não se convenceu das razões apresentadas por Rafael Spinardi para o fato de não ter continuado a operar com sua estratégia após a desistência de M.C.H.M., quanto a isso considerou que: *“É difícil crer que alguém que está lucrando, em média, R\$ 130.000,00 por mês, sem auxílio de terceiros, não gostaria de continuar as operações.”*³⁹.

108. A Acusação também questionou se Rafael Spinardi poderia ser o responsável por analisar e operar com inúmeras ações diariamente e, ao mesmo tempo, ter o hábito de comparecer pessoalmente ao banco. Entendendo pela negativa, destacou que, no dia 26.07.2013, Rafael

³⁷ A esse respeito, a Acusação destacou que nas 170 operações de *day trade* realizadas pelos três comitentes com as 50 ações de menor liquidez, foi obtido lucro em 147, com índice de sucesso de 86,5%, e lucro médio de R\$ 2.187,25, 63,9% superior ao lucro médio de todos os negócios.

³⁸ Doc. SEI 0955190, fls. 428.

³⁹ Item 256 do Relatório de Inquérito.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Spinardi compareceu a uma agência bancária, em que sacou R\$ 9.198,87 (nove mil cento e noventa e oito reais e oitenta e sete centavos), depositados em favor de Luiz Mori logo em seguida. Ao tempo em que, nesse mesmo dia, foram também realizadas 32 operações, com seis ações diferentes, ao longo de período “compreendendo quase a totalidade do horário bancário”, e obtendo lucro de R\$ 5.633,00 (cinco mil seiscentos e trinta e três reais).

109. No mesmo sentido, a Acusação destacou que Rafael Spinardi abriu, em 03.12.2013, uma empresa no Panamá, mas que isso não importou em suspensão das operações, que permaneceram com média diária de 30 ordens enviadas e relativas a mais de cinco ações.

110. A Acusação questionou, ainda, a afirmação de Rafael Spinardi de que sua estratégia de investimento envolvia seguir a atuação de grandes corretoras como Credit Suisse, Deutsche e UBS, isso porque a grande maioria das ordens eram enviadas via aplicativos de telefone celular. Para a Acusação, seria “necessária a análise contínua de diversas telas, e a utilização, em muitos casos, de software específico”⁴⁰. Ademais, as ordens enviadas por Credit Suisse e Deutsche eram normalmente “a mercado” (i.e. não entravam no *book*) e em várias ocasiões as ordens de M.H., Rafael Spinardi e Catarsis foram enviadas antes da emissão da ordem dos clientes das corretoras.

111. A versão apresentada por Rafael Spinardi de que se valia de aplicativos *Hide IP* em seu celular para justificar a detecção pelas corretoras de que as ordens seriam oriundas de IPs localizados nos EUA também foi refutada pela Acusação. Embora reconheça que tais aplicativos, de fato, podem deslocar o endereço de IP para qualquer outro país, a Acusação ponderou que eles deixam os aparelhos e as conexões lentas, o que seria incompatível com a estratégia de realizar operações de *day trade*, analisando o *book*.

112. Um outro indício apontado pela Acusação no sentido de que tais versões não têm fundamento foi que Rafael Spinardi e M.C.H.M. não conseguiram esclarecer por que razão as operações foram interrompidas entre 19.08.2013 e 30.08.2013, período de férias de Luiz Mori.

113. Por fim, a Acusação reputou inverossímil a versão de que M.C.H.M., tendo na família direta um profissional do mercado financeiro, fosse entregar os recursos da família a uma pessoa sem habilitação para atuar no mercado, que seu marido conheceu em uma padaria.

⁴⁰ Item 263 do Relatório de Inquérito.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

III. COMUNICAÇÃO AO MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL

114. Por meio do Ofício nº 162/2016/SGE/CVM⁴¹, de 04.10.2016, foi comunicada ao Ministério Público Federal no Estado de São Paulo a existência de indícios de crime definido em lei como de ação pública, nos termos do art. 9º da Lei Complementar nº 105, de 10.01.2001.

IV. DEFESAS

Luiz Mori

115. Luiz Mori apresentou defesa⁴² tempestiva, na qual sustentou a improcedência das acusações formuladas contra ele, apontando as fragilidades que reputou presentes com relação aos indícios apontados pela Acusação.

116. Preliminarmente, suscitou a existência de vícios formais no “termo de acusação”⁴³, a impor sua absolvição, por inobservância ao disposto no art. 6º, incisos II e III, c/c art. 8º, § 2º, da então vigente ICVM nº 538/2008⁴⁴. Sustentou o acusado que a Acusação deveria ter comprovado, no mínimo: “a) a existência das informações obtidas pelo exercício da função profissional do Requerente; e b) o uso das informações pelo Requerente”, porém a peça acusatória se limitou a citar fatos isolados, sem conseguir “concatenar tais fatos à conduta”⁴⁵.

117. Para demonstrar o não atendimento aos referidos dispositivos, a defesa impugnou uma série de indícios apontados no Relatório de Inquérito, aduzindo que:

- i) Não é procedente a afirmação da Acusação de que a conta de investimentos de M.H. foi aberta com o exclusivo objetivo de operar *day trades* com base em informações que Luiz Mori obtinha em seu trabalho, observando que, nos primeiros dois dos nove meses de operações, não houve implementação desse tipo de estratégia, ou seja, houve *day trades* em apenas cerca de 77% (setenta e sete por cento) do referido período;

⁴¹ Doc. SEI 0955215, fls. 791.

⁴² Doc. SEI 0955221, fls. 880-905.

⁴³ Por se tratar de um inquérito, a peça acusatória é um Relatório de Inquérito e não um termo de acusação.

⁴⁴ Art. 6º Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar: (...) II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; (...).

Art. 8º O termo de acusação será elaborado por qualquer das Superintendências da CVM quando os elementos de autoria e materialidade da infração forem suficientes para o seu oferecimento. (...) § 2º Do termo de acusação deverão constar os elementos referidos no art. 6º desta Deliberação.

⁴⁵ Doc. SEI 0955221, fls. 884.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

- ii) Os dados obtidos não autorizam a conclusão de que as ordens para as operações da conta de M.H. foram originadas dos EUA, dado que a Acusação demonstrou que apenas 227 de um total de 7.652 acessos aos sistemas da XP vieram daquele país, representando menos de 3% do total, “ou seja, um percentual irrelevante para que sejam tomadas quaisquer conclusões”⁴⁶; e os IPs que a Acusação demonstrou terem sido originados dos EUA não foram vinculados a Luiz Mori;
- iii) A explicação para a existência de acessos por endereços de IPs localizados nos EUA foi dada por Rafael Spinardi, que admitiu ser o autor das ordens e que utilizava VPNs em seu computador, “o que poderia ensejar uma alteração no seu endereço de IP”;
- iv) Segundo o Relatório de Inquérito⁴⁷, os acessos ao sistema da XP ocorreram em horários não coincidentes com o do expediente do acusado na Credit Suisse, “o que contraria frontalmente a acusação de que ele utilizaria informações obtidas em razão do exercício de sua função profissional e por estar presente na mesa de operações”⁴⁸;
- v) A afirmação de C.H. de que Luiz Mori seria o responsável pelas operações de sua avó é um indício que deve ser descartado, uma vez que C.H. (i) é um senhor de 73 anos, sem qualquer familiaridade com o assunto; (ii) deduziu ser Luiz Mori o responsável, por ele trabalhar na área de mercado de capitais; e (iii) “foi inquirido por telefone sem qualquer formalidade (...), o que ensejou com que ele apenas concordasse com o que lhe fora questionado (...)”⁴⁹;
- vi) Luiz Mori “não possuía acesso a todas as ordens que passavam pela corretora em que ele trabalhava.”. Assim, não teria conhecimento de “informações privilegiadas que pudessem ser utilizadas para obtenção de lucro em nome da Sra. [M.H.]”;
- vii) Além de não comprovar o acesso e a utilização de informações privilegiadas por Luiz Mori, a Acusação não conseguiu “desconstituir o depoimento pessoal prestado pelo Sr. Rafael nestes autos”, no qual ele assumiu ser o real comitente das operações.

118. Por essas razões, na visão da defesa, a Acusação não demonstrou a responsabilidade de Luiz Mori pela realização das operações, mas fez a imputação “com base em meras presunções, o que não é admitido no Direito Brasileiro (...)”⁵⁰.

⁴⁶ Doc. SEI 0955221, fls. 885.

⁴⁷ Doc. SEI 0955215, fls. 700.

⁴⁸ Doc. SEI 0955221, fls. 887.

⁴⁹ Doc. SEI 0955221, fls. 886-887.

⁵⁰ Nesse sentido, o acusado citou o seguinte trecho de decisão do Supremo Tribunal Federal sem indicar o processo: “Não custa enfatizar, portanto – e torna-se imperioso fazê-lo -, que, no sistema jurídico brasileiro, não existe qualquer



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

119. Citando Assis Toledo⁵¹, aduz que “negociar ações e auferir lucro não é crime, não bastando para a caracterização do *front running*” e que incumbe à Acusação comprovar as condutas ilícitas do acusado, o que não ocorreu neste caso, não havendo sequer a comprovação de que Luiz Mori era o emissor das ordens das operações investigadas, pelo contrário, consta dos autos admissão de Rafael Spinardi de que era ele o responsável pelas operações.

120. No entender da defesa, inexistiu a indispensável individualização da conduta de Luiz Mori, maculando a validade do Relatório de Inquérito enquanto ato administrativo, por não cumprir “aquilo que é o mínimo para ressoar juridicamente e ingressar no plano social”, e tampouco respeitar os princípios legais norteadores expressamente previstos no art. 2º da Lei nº 9.784/1999⁵². Ademais, arguiu que a ausência de fundamentação também impossibilita a aplicação de qualquer sanção, com fulcro no art. 50, inciso II, da referida lei⁵³.

121. A defesa de Luiz Mori pugnou, assim, pelo reconhecimento da invalidade do Relatório de Inquérito e, conseqüentemente, a determinação de arquivamento do presente PAS.

122. No mérito, Luiz Mori sustentou que a Acusação sequer teve êxito em demonstrar que as operações examinadas configuraram *front running*, pois não foram comprovados os requisitos⁵⁴ para sua caracterização.

123. No entender da defesa do acusado, ainda que se considere a obtenção de 71,99% de resultados positivos em operações no mercado de valores mobiliários como um fato pouco usual, “em nenhuma hipótese poderá ser considerado como decorrente de um desequilíbrio ilegal”⁵⁵.

possibilidade de o Poder Judiciário, por simples presunção ou com fundamento em meras suspeitas, reconhecer, em sede penal, a culpa de alguém”.

⁵¹ “ser acionista ou membro do conselho consultivo da empresa não é crime. Logo, a invocação dessa condição, sem a descrição de condutas específicas que vinculam cada diretor ao evento criminoso, não basta para viabilizar a denúncia.”.

⁵² Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência. (...) VII - indicação dos pressupostos de fato e de direito que determinarem a decisão;

⁵³ Art. 50. Os atos administrativos deverão ser motivados, com indicação dos fatos e dos fundamentos jurídicos, quando: (...) II - imponham ou agravem deveres, encargos ou sanções;

⁵⁴ A defesa se valeu de lição de Nelson Eizirik sobre os quatro requisitos para a caracterização de prática não equitativa: “(a) a realização efetiva de operações ou negócios no mercado de valores mobiliários (b) das quais resulte uma posição de desigualdade, de desequilíbrio, para uma das partes da operação; (c) sendo tal desequilíbrio indevido, isto é, ilegal; (d) ficando demonstrado que a parte em posição de desequilíbrio sofreu dano, em contrapartida ao benefício auferido pelo infrator; (e) presente o dolo específico do infrator.” (EIZIRIK, Nelson. Mercado de Capitais. Regime Jurídico. 3ª edição revista e ampliada. Rio de Janeiro, Renovar, 2011, pág. 553) (Doc. SEI 0955221, fls. 891-892).

⁵⁵ Doc. SEI 0955221, fls. 892.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

124. Reputou também que não foi sequer comprovado que Luiz Mori foi o responsável pelas ordens em nome de M.H., tampouco que ele teve acesso a informações privilegiadas em razão do exercício de sua função profissional.

125. Ademais, a seu ver, não restaram demonstrados nem o desequilíbrio ilegal nas operações nem o dolo na conduta do acusado, apontados tão somente “meros indícios, presunções que não comprovam a ocorrência das supostas irregularidades e não são suficientes para a condenação”⁵⁶.

126. Defendendo a impossibilidade de condenação com base em meros indícios, citou doutrina⁵⁷ e julgados do Colegiado, mencionado, especificamente trechos do voto do ex-Diretor Luiz Antônio Sampaio de Campos, no PAS CVM nº RJ2002/2405, julgado em 09.10.2003:

A mera plausibilidade teórica de que determinada situação ocorra ou tenha ocorrido não autoriza nem acusação, que dirá condenação. E a só lembrança dessa situação causa arrepios, pois todo o esforço do Estado de Direito é para se evitar possibilidades deste jaez, cujos resultados são conhecidos e deram origem, não faz tanto tempo assim, a episódios que a história prefere esquecer, como *gulags* e que tais. (...) Ninguém poderá estar tranqüilo, mesmo o mais honesto dos homens, porque, se for escolhido – ou mesmo sorteado – como alvo de conjecturas e presunções, será condenado. Felizmente isso não é a verdade, pelo menos à luz do processo administrativo, porque aqui se cuida essencialmente de um processo de natureza disciplinar e, como é já assentado em toda e qualquer doutrina em que se cuidou do assunto, nesse tipo de processo é fundamental a existência de provas. (...) As perplexidades e dificuldades que envolvem a aceitação de indícios como elementos suficientes a amparar uma condenação estão centradas no juízo de certeza que se exige para condenar e no princípio *in dubio pro reo*. (...) Em razão disso, caminhou-se para a conclusão de que não é qualquer indício que autoriza a condenação e, mais ainda, de que a pluralidade de indícios também não necessariamente autoriza a condenação. (...) E a razão de todas estas exigências reside no fato, que se pode dizer notório, de que se exige, para haver condenação, um juízo essencialmente de certeza, cujas razões foram magnificamente trazidas por Heleno Cláudio Fragoso, para quem: "Nenhuma pena pode ser aplicada sem a mais completa certeza dos fatos. A pena, disciplinar ou criminal, atinge a dignidade, a honra e a estima da pessoa, ferindo-se gravemente no plano moral, além de representar a perda de bens ou interesses materiais" (Jurisprudência Criminal, vol. 2, p. 446). (...)

127. Especificamente sobre os indícios apontados pela Acusação, a defesa de Luiz Mori arguiu que a obtenção de um índice de acertos de cerca de 70% (setenta por cento), ainda que incomum, não representa qualquer irregularidade: “[p]elo contrário, se os investimentos da Sra.

⁵⁶ Idem, fls. 893.

⁵⁷ Nesse sentido, cita: “Indícios, conforme FÁBIO KONDER COMPARATO, são “presunções, ou seja, ilações de probabilidade”, razão pela qual, “por aí se vê que a presunção indiciária não é, propriamente, uma prova, mas um juízo dedutivo”, obtido a partir da análise de certos fatos” (Doc. SEI 0955221, fls. 893, item 53).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

[M.H.] tivessem de fato sido realizados com base em informações privilegiadas, é certo que a margem de acertos seria muito superior, aproximando-se da totalidade”⁵⁸.

128. Em que pese ter ressaltado não poder indicar as razões pelas quais não houve operações nos períodos apontados pela Acusação, pelo simples fato de não ser ele o responsável por tais operações, Luiz Mori ressaltou que tal “indício é extremamente fraco e não merece ser levado em consideração”, uma vez que “a falta de negociação no dia 03 de setembro de 2012 não indica qualquer irregularidade”⁵⁹, até mesmo porque, em todos os demais feriados norte-americanos, houve negociações em nome de M.H..

129. A defesa frisou que a própria Acusação reconheceu⁶⁰ a existência de operações em horários fora do expediente de Luiz Mori, o que é incompatível com a tese acusatória de que ele operaria a partir de informações obtidas na mesa de operações da Credit Suisse.

130. Também o fato de que inexistiram operações durante o recesso natalino foi reputado pela defesa como indício inválido, por ser esse um período de recesso tanto nos EUA como no Brasil, onde residia Rafael Spinardi, que admitiu a emissão das ordens das operações de M.H..

131. Quanto a M.H. ter auferido maiores lucros com ações de baixa liquidez, alegou que, se a lógica da Acusação fosse procedente, “quase a totalidade das operações deveria ter se utilizado de ativos menos líquidos, justamente os mais adequados para a prática de *front running*”⁶¹, porém, em torno de metade das operações foi com ações integrantes do índice Bovespa.

132. A indicação pela Acusação da concentração de clientes da Credit Suisse e da Deutsche na contraparte das operações como indício de *front running* também foi contestada pela defesa, que aduziu não ter havido “concentração atípica”, dado que 52,23% das contrapartes eram clientes destas duas corretoras, de modo que 47,77% estavam pulverizados em outras 58 (cinquenta e oito) corretoras. Tais percentuais, no entender de Luiz Mori, eram compatíveis com o poder de representação de ambas as corretoras no mercado de valores mobiliários.

133. A concentração de investidores estrangeiros nas contrapartes das negociações foi igualmente considerada como insuficiente para configurar indício de irregularidade, “pois é natural que existam variações de margens de concentração superiores e/ou inferiores à média, o que, de per si, não serve para comprovar qualquer fato”⁶².

⁵⁸ Doc. SEI 0955221, fls. 895.

⁵⁹ Idem, fls. 896.

⁶⁰ Doc. SEI 0955215, fls. 700.

⁶¹ Doc. SEI 0955221, fls. 897.

⁶² Idem, fls. 899.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

134. Já no que tange à proximidade das inserções das ordens de M.H. e dos clientes da Credit Suisse e da Deutsche, Luiz Mori argumentou que a Acusação relacionou 45 (quarenta e cinco) operações, sendo que a comitente teria realizado quase 10.000 (dez mil operações). Assim, “os dados analisados para tal alegação são ínfimos quando comparados aos dados completos”⁶³.

135. Luiz Mori se manifestou, ainda, sobre os indícios apontados no Relatório de Inquérito de que Bruno Guisard lhe teria fornecido informações sobre operações intermediadas pela Deutsche, que teriam sido utilizadas, da mesma forma, para consecução de *front running*. Defendeu que a concentração na contraparte das operações de M.H. de ordens enviadas por Bruno Guisard é compatível com o fato de que ele, à época, era “o maior responsável por enviar ordens da referida corretora ao Brasil”⁶⁴.

136. Os pagamentos de M.H. a Bruno Guisard, segundo a defesa, igualmente não indicam qualquer irregularidade, dado que foram realizados como parte do pagamento da dívida que a comitente tinha com seu neto e eram relativos a compras de um relógio e equipamentos fotográficos, cuja ausência de nota fiscal, por sua vez, é explicada por se tratar de uma transação de bens móveis usados entre duas pessoas físicas.

137. Luiz Mori também contestou a conclusão de que ele conhecia Rafael Spinardi, reiterando que esse foi contratado diretamente por M.C.H.M., sem o seu conhecimento. A troca de mensagens entre sua esposa e a de Rafael Spinardi ocorreu uma vez, que elas se conheceram em uma ocasião na residência de M.C.H.M. e acabaram por trocar dados de redes sociais, sem que isso signifique que ele e Rafael Spinardi se conhecessem e, muito menos, que tenham trocado informações privilegiadas.

138. Nesse sentido, reputou que a Acusação reuniu uma série de fatos isolados, que não se prestam a comprovar qualquer irregularidade, “sendo meras ilações sem fundamentos concretos”⁶⁵ e que a insuficiência de provas já ensejou que o Colegiado da CVM julgasse por absolvições em casos de *front running*⁶⁶ e em outras imputações⁶⁷.

139. Luiz Mori também indicou que os autos registram indícios que lhe são favoráveis, como o fato de que as operações realizadas em nome de M.H. eram compatíveis com o perfil de investidor de Rafael Spinardi e que a própria XP se posicionou no sentido de que não havia

⁶³ Idem.

⁶⁴ Doc. SEI 0955221, fls. 900.

⁶⁵ Doc. SEI 0955221, fls. 902.

⁶⁶ PAS CVM nº 31/98.

⁶⁷ PAS CVM nº 03/05.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

atipicidades nas operações de M.H., pois observavam os limites operacionais e eram compatíveis com o perfil de investimento informado.

140. Por fim, Luiz Mori manifestou seu interesse em apresentar proposta de termo de compromisso, o que efetivamente veio a fazer, como relatado mais adiante

Defesa de Bruno Guisard

141. Bruno Guisard também apresentou suas razões de defesa⁶⁸ tempestivamente, na qual refutou a tese da Acusação de que teria concorrido direta e decisivamente para a implementação da prática não equitativa ao enviar a Luiz Mori, em troca de vantagens financeiras, informações sobre operações que viriam a ser realizadas pela Deutsche Londres, das quais tinha conhecimento por atuar como operador da Deutsche NY.

142. Arguiu que não há correspondência entre a sua conduta, nos termos descritos pela Acusação, e o tipo normativo supostamente infringido, pois não restou evidenciada a “indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”, até mesmo porque as ordens em exame “foram postas contra o mercado em ambiente próprio e regular, sujeito à interferência de qualquer outro participante que se manifestasse interessado em aderir às ofertas apregoadas”⁶⁹.

143. Adicionalmente, Bruno Guisard aduziu que a Acusação não teve êxito em evidenciar que ele teria agido com dolo específico, “elemento subjetivo essencial à caracterização da prática não equitativa”, conforme já estabelecido na doutrina⁷⁰ e pelo Colegiado da CVM⁷¹.

144. Ademais, a Acusação falhou ao não ter indicado “qualquer ato praticado pelo Defendente que tivesse ocasionado desequilíbrio e acarretado prejuízo a qualquer título” e “nem mesmo chegou a identificar quem seriam as contrapartes lesadas pela suposta prática não equitativa”⁷².

145. Os indícios da ocorrência de *front running* com relação a clientes da Deutsche apontados pela Acusação também foram contestados por Bruno Guisard, considerando que o fato de que 11,4% do volume negociado por M.H. ter tido como contraparte investidores intermediados pela Deutsche, que tinha participação de 1,17% do volume negociado no mercado brasileiro, sequer

⁶⁸ Doc. SEI 0955221, fls. 854-878.

⁶⁹ Doc. SEI 0955221, fls. 860.

⁷⁰ A defesa remete o leitor para NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE E MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. Mercado de Capitais, Regime Jurídico, 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 552-553.

⁷¹ PAS CVM nº 35/00, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, j. em 12.04.2005, PAS CVM nº 28/05, Diretor Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, j. em 03.07.2007, e IA CVM nº 17/99, Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade, j. em 25.01.2000.

⁷² Doc. SEI 0955221, fls. 861.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

constitui indício, pois “*nem todas as corretoras negociam todos os ativos na mesma proporção. (...) Se dentre os ativos negociados pela Sra. M.H. estavam alguns daqueles usualmente negociados pela Deutsche Bank CV S.A., é evidente que sua participação nas negociações com a Sra. M.H. seja mais expressiva do que sua participação no mercado brasileiro em geral*”⁷³.

146. A grande concentração nas operações de M.H. de ordens da Deutsche NY enviadas por Bruno Guisard foi apontada por sua defesa como uma decorrência natural de ser ele o principal responsável pelo envio de grande parte das ordens da Deutsche Londres. Assim, tal concentração poderia ser igualmente percebida nas negociações de “qualquer outra contraparte brasileira” que negociasse com a Deutsche Londres⁷⁴.

147. Quanto ao recebimento por Bruno Guisard de R\$ 36.578,00 (trinta e seis mil quinhentos e setenta e oito reais) de M.H., reiterou o que já havia sido sustentado durante o inquérito: tais pagamentos diziam respeito à aquisição por Luiz Mori de um relógio e equipamentos de fotografia, cuja ausência de comprovante se justificava por se tratarem de mercadorias usadas, vendidas mais de três anos antes dos questionamentos feitos pela CVM.

148. Especificamente sobre o valor recebido, a defesa reputou que seria muito baixo para que Bruno Guisard, “*cuja carreira internacional encontra-se em franca ascensão, pudesse colocar seus próprios clientes em posição de desigualdade perante terceiros, quebrando assim a relação construída ao longo de anos...*”⁷⁵.

149. A omissão em mencionar que residiu no mesmo prédio em Nova Iorque que Luiz Mori, destacada pela Acusação, também foi relativizada por Bruno Guisard, que destacou se tratar de um condomínio com diversos apartamentos e que isso não o tornava próximo de Luiz Mori, com quem manteve relacionamento estritamente profissional.

150. Nesse contexto, concluiu que os fatos apresentados pela Acusação como indícios de que teria contribuído para a consecução de prática não equitativa não se prestaram a constituir prova indiciária capaz de autorizar sua condenação, pois foram escassos, defendendo que a prova indiciária deve ser construída a partir de uma cadeia de indícios que relacione a atuação do acusado à infração supostamente praticada e quando não existam contra indícios que lancem dúvidas sobre sua efetiva responsabilidade. A esse respeito, a defesa aponta citações de jurisprudência⁷⁶, doutrina

⁷³ Idem, fls. 862.

⁷⁴ Idem, fls. 862-863.

⁷⁵ Doc. SEI 0955221, fls. 864.

⁷⁶ “Os indícios, por mais veemente que sejam, não bastam para alicerçar um juízo condenatório (...)” RT 450/380; “A prova indiciária somente é bastante à incriminação do réu quando formadora de uma cadeia concordante de indícios sérios e graves, unidos por um liame de causa e efeito, excludentes de qualquer hipótese favorável ao acusado (...)” (JTACRESP 38/167); “Uma condenação criminal, com todos os seus gravames e consequências, só pode apoiar-se



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

de Fabio Konder Comparato⁷⁷ e excerto do voto vencedor do Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos no PAS CVM nº RJ2002/2405⁷⁸, já transcrito na seção anterior.

151. Para a defesa, a acusação em face de Bruno Guisard teve fundamento em que, à época dos fatos investigados, ele: (i) era o responsável pelo envio da maioria das ordens da Deutsche Londres; (ii) manteve uma relação profissional com Luiz Mori; e (iii) recebeu transferências pouco expressivas (de R\$ 36.578,00); que “não constituem indícios “convergente e unívocos” de que o Defendente concorreu para a realização de prática não equitativa”⁷⁹.

152. Sustentou, assim, que a Acusação não se desincumbiu do ônus de provar a efetiva participação de Bruno Guisard nas ilicitudes apontadas, não sendo os indícios apresentados capazes de infirmar sua presunção de inocência⁸⁰, princípio esse que garante a idoneidade do próprio julgamento e a efetividade da jurisdição.

153. Aduziu, ainda, que na ausência de certeza absoluta por parte do julgador da existência de fato delituoso e de sua autoria, impõe-se a absolvição, em observância aos princípios da presunção de inocência e do *in dubio pro reo*, sendo absolutamente inválida a presunção de culpa.

154. Reputou, também, que a Acusação alegou que Bruno Guisard “teria veiculado informações obtidas no exercício de sua profissão a Luiz Mori”, mas que esse era o fato que deveria ter sido provado pela Comissão de Inquérito, e não foi.

155. Ademais, a defesa ressaltou que a absolvição de Bruno Guisard também se justifica à luz dos princípios da razoabilidade, proporcionalidade e da insignificância, que “*determina a exclusão*

em prova cabal e estreme de dúvidas, sendo que presunções e indícios não ostentam as qualidades de segurança e certeza, não podendo servir de fundamento para tanto.” (RJDTACRIM 40/249); e “Meros indícios não coincidentes com os demais elementos do processo não autorizam o decreto condenatório” (JTACRESP 61/309).

⁷⁷ “A prova indiciária terá que ser firmada com muito cuidado, pois tratando-se de conclusão indireta sobre fatos, é passível de muitos erros e equívocos. O fato particular, por mais conhecido e comprovado que seja, pode nos levar a conclusões absolutamente errôneas. (...) A norma que se vem de transcrever [art. 239 do CPC] deixa claro que, se os indícios constituem presunções, ou seja, ilações de probabilidade, eles devem sempre fundar-se em fatos provados. (...) a presunção indiciária não é, propriamente, uma prova, mas um juízo dedutivo a partir de fatos provados. Se se tratasse de prova, ela poderia servir, em matéria penal, à construção de acusações puramente conjecturais, em grave atentado à liberdade individual. Por exemplo: todo criminoso costuma ocultar a arma do crime; a arma utilizada na tentativa de homicídio não foi encontrada; logo, o indiciado a escondeu. (...) em se tratando de meras presunções de fato, é princípio universal que a sua admissão como indícios está sujeita a muita reserva. (...) Os indícios, como tantas vezes se disse, não são contados, mas sopesados.”

⁷⁸ Diretora Relatora Norma Jonssen Parente, j. em 09.10.2003.

⁷⁹ Doc. SEI 0955221, fls. 869.

⁸⁰ Sobre a distribuição do ônus da prova, a defesa de Bruno Guisard destacou trecho do voto vencedor do Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos no PAS CVM nº RJ2002/2405, j. em 09.10.2003: “... a decisão de um processo é sobretudo o resultado da prova dos autos, colhida e produzida regularmente, bem entendido, e não de atos de imaginação, de preconceito ou atos que, embora sejam até possíveis, não tenham resultado provados nos autos. É ônus essencial e irrenunciável da acusação provar autoria e materialidade, de forma que deve sempre indicar e provar a existência de um ilícito e do autor deste ilícito.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

da ilicitude frente à ausência de importância do fato inquinado como irregular perante os bens jurídicos a serem objetos de tutela pelo Poder Público”⁸¹.

156. Frisou, ainda, que “os clientes da corretora Deutsche Bank CV S.A. foram contrapartes em apenas 11,40% das operações de venda realizadas pela Sra. M.H., sendo que, desse universo de operações, nem todas as ordens foram efetivamente enviadas pelo Defendente”⁸².

157. Por fim, Bruno Guisard manifestou seu interesse em apresentar proposta de termo de compromisso, o que efetivamente veio a fazer, como também relatado mais adiante.

Defesa de Rafael Spinardi e Catarsis

158. Rafael Spinardi e Catarsis (nesta seção, em conjunto, “Acusados”) apresentaram, tempestivamente, defesa conjunta, em que pleitearam suas absolvições. Para tanto, apresentaram sua versão da “verdadeira trajetória dos fatos”, na qual reiteraram o que já havia sido sustentado por Rafael Spinardi à CVM durante a investigação.

159. Segundo os Acusados, Rafael Spinardi conheceu F.M. em uma padaria que ambos frequentavam e depois foi apresentado à sua então esposa, M.C.H.M., para que pudesse gerir recursos herdados por M.H., o que fez, primeiramente, por meio da Itaú Corretora e depois da XP, porque os custos da anterior estavam muito altos.

160. Posteriormente, as operações passaram a ser realizadas de uma conta de titularidade de Rafael Spinardi e, mais tarde, de uma conta de titularidade da Catarsis. Ainda de acordo com os Acusados, os rendimentos eram pagos de acordo com instruções de M.C.H.M., que determinou os repasses a Luiz Mori e seus credores, porque ele estava passando por dificuldades financeiras.

161. Foi reiterado que Rafael Spinardi e Luiz Mori não se conheciam e que suas respectivas esposas se encontraram em uma única ocasião, na residência de M.H..

162. Também foi repisada a utilização de aplicativos de *Hide IP* como razão da existência de acessos às contas mediante endereços de IP localizados nos EUA, mas que todas as operações foram realizadas por Rafael Spinardi, sempre do Brasil. Sobre esse ponto, a defesa destacou que as operações de M.H., cujas ordens foram identificadas como oriundas do exterior, representam menos de 3% do número total de negócios da comitente, o que era insignificante.

163. Ainda sobre a responsabilidade pelas operações, os Acusados confirmaram o que já havia sido dito por Rafael Spinardi: era ele o responsável e se valia de análise técnica e análise de *book*

⁸¹ Doc. SEI 0955221, fls. 875.

⁸² Idem, fls. 876.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

para escolher os investimentos, com preferência por ações com maior liquidez, e não operou em feriados norte-americanos, pois as operações no Brasil diminuiriam muito nestes dias, e também não operou em certos outros períodos, por solicitação de M.C.H.M., sem saber informar “se tais períodos coincidiram ou não com as férias do Acusado Luiz Gustavo”⁸³.

164. Os Acusados destacaram que M.H. somente começou a operar *day trades* dois meses após se cadastrar como investidora e que os altos percentuais de resultados positivos alcançados pelos três comitentes, em que pese não serem habituais, não constituem indício de irregularidade, bem como que, fosse o caso de utilização de informação privilegiada, o lucro seria muito superior.

165. Adicionalmente, as inserções de ordens com intervalos muito curtos com relação aos clientes da Credit Suisse e da Deutsche também não constituem indício de irregularidade, uma vez que a Acusação utilizou “dados ínfimos em relação ao todo”, apenas 46 operações de quase 10.000.

166. Segundo a defesa dos Acusados, a obtenção de lucros maiores em operações com ativos menos líquidos também não se presta a apontar qualquer irregularidade, tendo em vista que as operações de M.H. foram divididas entre ativos líquidos e ilíquidos “quase igualmente”, o que é incompatível com a tese de *front running*, pois essa infração “se caracteriza mais comumente com ativos menos líquidos”⁸⁴.

167. Sustentaram que os índices de concentração das contrapartes foram normais, até mesmo pela estratégia implementada por Rafael Spinardi de análise do *book*, e que, na hipótese de ocorrência de *front running*, seria de se esperar uma presença muito maior das contrapartes nas corretoras, cujas operações saber-se-ia com antecipação. Entretanto, nas operações em nome dos Acusados, havia uma concentração de apenas 3,19% em contrapartes da Credit Suisse, o que demonstra que as contrapartes eram pulverizadas em diversas corretoras.

168. Para os Acusados, a maior concentração de investidores estrangeiros na contraparte de operações de M.H. (60%) do que a média de mercado (40%), da mesma forma, não indica qualquer ilícito, pois é natural que as margens de concentração oscilem com relação à média.

169. Com relação a Bruno Guisard, os Acusados destacam que era o principal responsável pelo envio de ordens da Deutsche NY para o mercado brasileiro, sendo natural que o mesmo ocorresse nas operações de M.H. Já no que tange às transferências de recursos para ele, sustentam os Acusados que ocorreram por determinação de M.C.H.M..

⁸³ Doc. SEI 0955221, fls. 911.

⁸⁴ Idem, fls. 913.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º, 3º, 5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

170. Por fim, os Acusados também manifestaram seu interesse na apresentação de proposta de celebração de termo de compromisso, o que vieram a fazer.

V. PROPOSTAS DE TERMO DE COMPROMISSO

171. Todos os Acusados apresentaram propostas de termo de compromisso⁸⁵.

172. Luiz Mori propôs: (a) por um período de cinco anos, (i) não exercer as atividades de que trata a Lei nº 6.385/1976, sobretudo de negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários e derivativos; (ii) não atuar, direta ou indiretamente, em quaisquer modalidades de operação no mercado de valores mobiliários e derivativos; e (iii) não exercer qualquer tipo de atividade para entidades integrantes do sistema de distribuição ou que dependam de autorização ou registro específico na CVM; e (b) pagar à CVM o montante total de R\$ 100.000,00.

173. Bruno Guisard propôs pagar à CVM o montante total de R\$ 130.000,00. Rafael Spinardi e Catarsis propuseram: (i) não atuar, diretamente ou indiretamente, no mercado de valores mobiliários brasileiro, negociando ou intermediando operações, por um período de cinco anos; e (ii) pagar à CVM, em conjunto, o montante total de R\$ 150.000,00.

174. Em reunião do dia 26.06.2017, o Colegiado da CVM rejeitou todas as propostas de termo de compromisso, acompanhando o parecer do Comitê de Termo de Compromisso⁸⁶, no sentido de que sua aceitação não seria conveniente nem oportuna, considerando a gravidade da infração imputada na peça acusatória e o fato de que os valores oferecidos pelos proponentes não seriam suficientes para desestimular a prática de condutas assemelhadas.

VI. DISTRIBUIÇÃO

175. O presente processo foi originalmente distribuído, em 26.06.2017, para o então Diretor Pablo Renteria. Ao final de seu mandato – e antes de minha posse – o processo foi provisoriamente redistribuído, até que, no dia 19.03.2019, fui designada sua relatora⁸⁷.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 21 de setembro de 2020.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

⁸⁵ Doc. SEI 0955221, fls. 918-929.

⁸⁶ Doc. SEI 0955221, fls. 958.

⁸⁷ Doc. SEI 0955221, fls. 982.